

RESEARCH REPORT

STRATEGY

OCTOBRE
2025

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL AGR Prime de Risque

AJUSTEMENT **HAUSSIER** DE LA PRIME DE RISQUE **ACTIONS**

02 | Synthèse des Travaux - Octobre 2025

03 | Prime de Risque Historique

04 | Prime de Risque Prospective

05 | Prime de Risque par Sondage



Attijari
Global Research

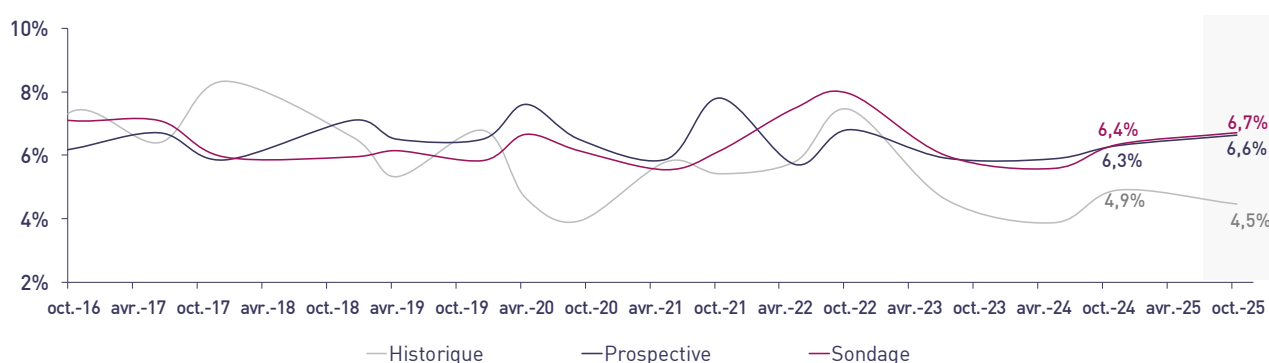
Rapport destiné aux institutionnels - À usage interne

SYNTHÈSE DES TRAVAUX - OCTOBRE 2025

Les résultats des différentes méthodes calculées lors de cette 25^{ème} édition se présentent comme suit :

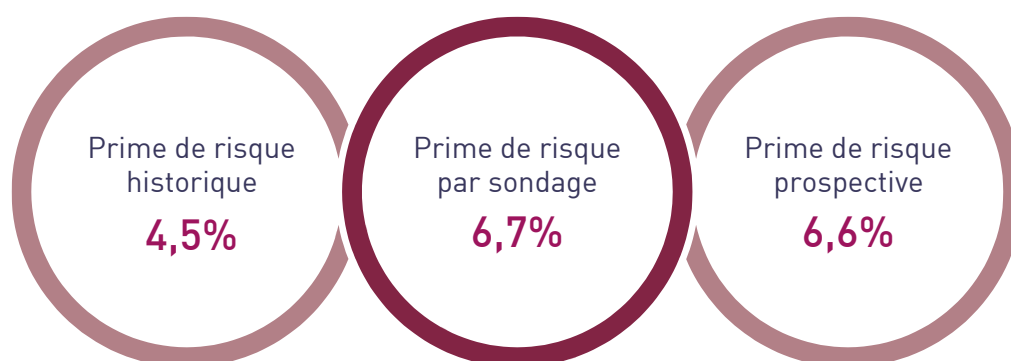
- La **Prime de Risque par Sondage** affiche une légère hausse de 30 PBS passant de 6,4% à **6,7%** en octobre 2025. Cette évolution résulte de la baisse du rendement moyen des BDT 10 ans, passant de 3,24% en novembre 2024 à 2,81% en octobre 2025. Par ailleurs, nous relevons une stabilité relative des exigences de rentabilité des investisseurs envers les Actions, soit autour des 9,5%.
- La **Prime de Risque Historique** enregistre une baisse de -0,4 pt à **4,5%** en octobre 2025. À l'origine, le réajustement baissier de la rentabilité moyenne de l'indice MASI sur un horizon de 20 ans, passant de 10,8% à 10,5% ;
- La **Prime de Risque Prospective** ressort à **6,6%** en octobre 2025, en hausse de +0,3 pt par rapport à novembre 2024. Cette résultante tient compte de la révision du TCAM des bénéfices des sociétés cotées à +10,0% sur la période 2025E-2027E. À horizon LT, nous retenons un TCAM normatif de +4,0%.

PDR MARCHÉ ACTIONS MAROCAIN: SYNTHÈSE DES RÉSULTATS RETENUS SELON LES DIFFÉRENTES MÉTHODES



UN ARBITRAGE OPTANT POUR LA MÉTHODE DU SONDAGE

À l'analyse des différents résultats obtenus et sur la base de notre propre appréciation, nous retenons la méthode du sondage. Celle-ci reflèterait au mieux les exigences de rentabilité des investisseurs en Bourse.



Mahat Zerhouni
Senior Associate
+212 529 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma

Source : Calculs & Sondage AGR

PRIME DE RISQUE HISTORIQUE

APPROCHE / MÉTHODOLOGIE

Cette méthode est basée sur l'hypothèse suivante : « Pour un placement futur, un investisseur exigerait un rendement au moins équivalent à celui observé historiquement sur le marché ». Le principe de cette démarche consiste ainsi à déterminer, sur la base des données historiques, la rentabilité moyenne brute de l'indice boursier du pays et celui des obligations souveraines du même pays, considérées sans risque. La prime de risque est alors déduite de l'écart moyen entre ces deux rentabilités brutes.

CALCUL

À partir des données disponibles, nous calculons la rentabilité annuelle brute de l'indice MASI (dividendes compris) et celle des BDT sur une longue période. Pour un enjeu de pertinence des résultats, la période étudiée a été rallongée à 20 années.

En utilisant deux méthodes de calcul à savoir, la moyenne arithmétique et le Taux de Croissance Annuel Moyen (TCAM), nous ressortons avec les résultats suivants :

SYNTHÈSE DES RÉSULTATS RETENUS SELON LES DIFFÉRENTES MÉTHODES

Sur 20 ans	MASI Rentabilité Brute	Rendement obligataire MLT	Prime de risque
Moyenne Arithmétique	12,9%	6,3%	6,5%
TCAM	10,5%	6,0%	4,5%

La moyenne arithmétique implique une rentabilité historique nettement plus élevée que le TCAM. Cet écart provient essentiellement de la sensibilité de la méthode arithmétique aux valeurs extrêmes. Rappelons que le marché Actions marocain a été marqué par des cycles de forte amplitude. À l'inverse, le TCAM ressort avec une rentabilité moindre. En effet, celui-ci permet de lisser les variations extrêmes en cours de cycle en intégrant uniquement la valeur initiale et la valeur finale dans le calcul.

Au titre de cette édition, la prime de risque calculée selon la méthode du TCAM ressort à **4,5%** contre 4,9% au terme de l'édition précédente.

ANALYSE

Afin d'être un indicateur pertinent, la prime de risque historique devrait être observée sur une période long terme, soit statistiquement un minimum de 30 ans. L'objectif étant de normaliser le rendement du marché Actions, à l'image des marchés développés qui reposent sur des séries de données couvrant près d'un siècle. Le marché boursier marocain ne semble pas encore rentrer dans ce cas de figure.

Source : Calculs AGR

PRIME DE RISQUE PROSPECTIVE

APPROCHE / MÉTHODOLOGIE

Dans la théorie des marchés efficients, le niveau de valorisation d'un actif reflète l'ensemble des informations portées à la connaissance du marché à un instant donné. En projetant cette hypothèse sur le marché Actions en tant qu'entité globale, nous pourrions avancer que la valorisation du marché à un instant donné, n'est que la traduction des attentes des investisseurs par rapport à la performance des entreprises cotées. Ceci se quantifie à travers l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

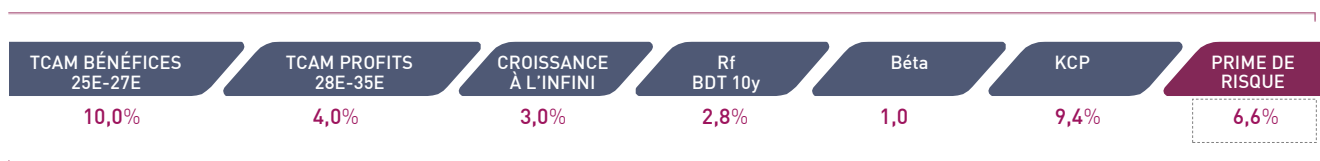
À cet effet, notre calcul de la prime de risque prospective repose sur l'actualisation des résultats nets prévisionnels du marché. Ainsi, le taux d'actualisation de la masse bénéficiaire future des sociétés cotées qui permet d'égaliser la capitalisation boursière de la place équivaut à l'exigence de rentabilité actuelle des actionnaires. En déduisant le loyer de l'argent sur la période étudiée, nous ressortons avec une « prime de risque prospective » pour le marché Actions. Rappelons que nous prenons en considération un coefficient de risque spécifique neutre pour l'ensemble de la cote, à travers un Bêta de 1,0.

CALCUL

Pour les valeurs cotées à la Bourse de Casablanca, nous retenons pour la période 2025E-2027E un TCAM de la masse bénéficiaire récurrente de +10,0%. Au-delà de cette date, et à horizon 2035E, nous retenons un TCAM de +4,0% qui tient compte de la maturité des grandes capitalisations dont la croissance à LT devrait surperformer légèrement celle du PIB.

À l'infini, nous optons pour un niveau de croissance moyen de l'économie marocaine de 3,0%. Enfin, nous avons retenu un taux sans risque (BDT 10 ans) de 2,81% observé à la date de réalisation de cette étude.

Au final, notre prime de risque prospective ressort à **6,6%**, comme illustré sur le graphique ci-dessous.



ANALYSE

Les résultats de cette méthode sont étroitement liés aux hypothèses de croissance formulées, et plus particulièrement au taux de croissance des bénéfices à long terme (g). Bien que nous soyons assez confortables par rapport aux prévisions de croissance à court terme, les hypothèses de croissance à MLT relèvent davantage d'un sentiment de conviction plutôt que d'une méthode scientifique avérée.

En comparaison aux marchés développés qui sont arrivés à un certain niveau de maturité, à travers des niveaux de croissance normalisés sur le long terme, la Bourse de Casablanca en tant que marché financier en développement, est loin de ce cas de figure. Le peu de recul que nous procure le marché marocain couplé au poids prépondérant de certaines grandes capitalisations nous préviennent de construire un modèle fiable de prévisions à long terme. Au final, ceci réduit davantage l'intérêt de cette approche pour le cas du Maroc.

Source : Calculs AGR

PRIME DE RISQUE PAR SONDAGE

APPROCHE / MÉTHODOLOGIE

Cette approche vise à déterminer la rentabilité annuelle exigée par les investisseurs en Bourse et ce, sur un placement supérieur à 5 ans. À cet effet, un questionnaire est adressé à un échantillon d'investisseurs préétabli, représentatif et valable statistiquement.

RÉAJUSTEMENTS PONCTUELS

Les réajustements méthodologiques opérés régulièrement sont les suivants :

- Un changement des pondérations octroyées, en ligne avec l'évolution de la structure des volumes des transactions sur le marché central selon les différentes catégories d'investisseurs. Dans cette édition, nous avons revu à la hausse le poids des investisseurs particuliers à 20% et ce, au détriment de la catégorie des investisseurs étrangers qui voit leur poids baisser à 5% contre 10% précédemment ;
- Une adaptation des intervalles d'exigence de rentabilité avec la réalité du marché. À compter de décembre 2017, les intervalles d'exigence de rentabilité proposés aux investisseurs sondés sont : [10,0%;11,0%], [9,0%;10,0%], [8,0%;9,0%], [7,0%;8,0%] et [6,0%;7,0%].

CALCUL

Afin de calculer une prime de risque représentative du marché Actions marocain, nous avons identifié 4 principales catégories d'intervenants avec des pondérations différentes, comme indiqué sur le tableau ci-dessous. En effet, les pondérations accordées tiennent compte du niveau d'interventionnisme des différents acteurs sur le marché ainsi que de notre propre appréciation de leur degré d'influence. À titre d'exemple, la catégorie « Acteurs de Référence » intègre des personnes ayant suffisamment de recul sur le marché leur permettant d'apprécier une prime de risque « réaliste ». À cet effet, une pondération de 20,0% a été allouée à cette catégorie d'investisseurs.

La prime de risque du marché Actions marocain ressort ainsi à **6,7%** selon la méthode du sondage. Celle-ci correspond à la moyenne pondérée des primes de risque calculées pour chaque catégorie d'investisseurs.

PRIME DE RISQUE PAR SONDAGE SELON LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'INVESTISSEURS

	Pondération	Rentabilité exigée	Taux sans Risque	Prime de risque
Institutionnels/OPCVM/Banques	55,0%	9,2%	2,8%	6,4%
Acteurs de Référence	20,0%	9,4%	2,8%	7,1%
Particuliers	20,0%	9,8%	2,8%	6,9%
Étrangers	5,0%	10,4%	2,8%	6,9%
Marché	100%	9,5%	2,8%	6,7%

ANALYSE

L'approche par sondage semble la plus adaptée au marché boursier marocain puisque celle-ci fait l'objet d'un consensus des différents acteurs. De plus, cette méthode tient compte de plusieurs aspects qualitatifs qui sont négligés par les autres approches, il s'agit notamment :

- De l'impact du contexte local et international sur l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs opérant sur le marché financier ;
- Des anticipations des investisseurs de la courbe des taux et des réalisations des sociétés cotées ;
- D'un marché marocain relativement limité en termes de diversification à l'international ;
- Des opportunités d'arbitrage en matière de placement au niveau local.

Source : Sondage AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ÉCONOMIE Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 Loudghiri@attijari.ma Casablanca	SENIOR MANAGER Maria Iraqi +212 5 29 03 68 01 m.iraqui@attijari.ma Casablanca
SENIOR ASSOCIATE Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Meryeme Hadi +212 5 22 49 14 82 m.hadi@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	FINANCIAL ANALYST Anass Drif +212 5 22 49 14 82 a.drif@attijari.ma Casablanca
ANALYST UEMOA Oussama Boutabaa +212 5 22 49 14 82 o.boutabaa@attijari.ma Casablanca	SENIOR ANALYST Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khoulaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	FINANCIAL ANALYST Ulдерic Djadjo +237 681 77 89 40 u.djadjo@attijarisecurities.com Douala	

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui +212 5 29 03 68 27 a.alaoui@attijari.ma	Rachid Zakaria +212 5 29 03 68 48 r.zakaria@attijari.ma	Anis Hares +212 5 29 03 68 34 a.hares@attijari.ma	Sofia Mohcine +212 5 22 49 59 52 s.mohcine@wafabourse.com	Mehdi Benchekroun +212 5 29 03 68 14 m.benchekroun@attijari.ma
---	---	---	---	--

AIS- MAROC

Tarik Loudiyi +212 5 22 28 28 28 t.loudiyi@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi +225 20 21 98 26 mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane +225 29 318 965 h.benromdhane@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe +237 651 23 51 15 e.pouhe@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Filali +212 5 22 42 87 24 m.hassounfilali@attijariwafa.com	Amine Elhajli +212 5 22 42 87 09 a.elhajli@attijariwafa.com	Loubaba Alaoui Mdaghri +212 6 47 47 48 34 l.alaouim@attijariwafa.com	Dalal Tahoune +212 5 22 42 87 07 d.tahoune@attijariwafa.com
--	---	--	---

EUROPE

Youssef Hansali +33 1 81 69 79 45 y.hansali@attijariwafa.net
--

ÉGYPTE

Ahmed Darwish +20 127 755 90 13 ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg
--

TUNISIE

Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn
--

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Sherif Reda +971 50 560 8865 sreda@attijari-me.com
--

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim +225 20 20 01 55 abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Atef Gabsi (Gabon) +241 60 18 60 02 atef.gabsi@ugb-banque.com
Elvira Nomo (Cameroun) +237 67 27 34 367 e.nomo@attijarisecurities.com

AVERTISSEMENT

RISQUES
L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

LIMITES DE RESPONSABILITÉ
L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exhaustivité ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION
Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION
Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION
Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES
Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS
Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION
Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE
Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.